

# Monitoring centrálních bank

— II / 2020



Česká národní banka — Monitoring centrálních bank — II / 2020

**ČNB** ČESKÁ  
NÁRODNÍ  
BANKA

## V tomto čísle

V uplynulých třech měsících prošly ekonomiky téměř všech kontinentů bezprecedentním negativním ekonomickým šokem primárně vyvolaným dopady globální pandemie nového typu koronaviru a opatřeními vlád proti jejímu šíření. Tento šok letos povede k výrazným propadům HDP, rychlému nárůstu nezaměstnanosti, ztrátám příjmů a bohatství a celkovému celosvětovému snížení ekonomické výkonnosti. V reakci na tento vývoj centrální banky, které měly prostor ke snižování úrokových sazeb, je razantně srazily k nulovým hodnotám. Většina z bank také zavedla řadu mimořádných opatření ke zmírnění negativních dopadů šoku, udržení likvidity a podpoře úvěrových toků v ekonomikách. Bezprecedentní nejistota ohledně předpokladů a ekonomických mechanismů v pozadí prognóz aktuálně výrazně ztěžuje predikční proces v mnoha centrálních bankách, a prognózy v číselné formě tak některé banky přestaly zveřejňovat. Aktuální Téma pod lupou přináší ucelený přehled mimořádných opatření přijatých na podporu ekonomik napříč námi sledovanými centrálními bankami. Ve vybraném projevu odcházející guvernér kanadské centrální banky Stephen S. Poloz popisuje poučení z koronavirové krize.

Cílem této publikace je seznámit odbornou veřejnost s posledním vývojem měnové politiky, její strategie a komunikace ve vybraných centrálních bankách.

Aktuální i předchozí vydání lze volně stáhnout z webových stránek ČNB, oddíl Měnová politika: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/monitoring-centralnich-bank/>, kde je ke stažení i seznam všech tematických článků a projevů.

Publikaci zpracovává odbor měnové politiky a fiskálních analýz sekce měnové České národní banky a lze ji volně šířit. Kolektiv autorek: Lucie Matějková (editorka), Kateřina Arnoštová a Ivana Kubicová.

Uzávěrka tohoto čísla je 4. června 2020.

# Obsah

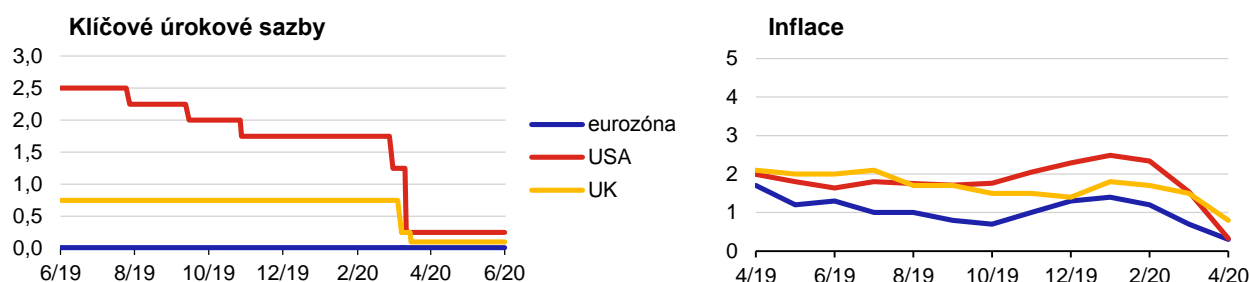
<b>I. POSLEDNÍ VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK</b>	<b>4</b>
I.1 Klíčové centrální banky euroatlantického prostoru	4
I.2 Vybrané země mimo EU s režimem cílování inflace	5
I.3 Vybrané centrální banky zemí EU cílující inflaci	6
<b>II. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI POSLEDNÍCH TŘÍ MĚSÍCŮ</b>	<b>7</b>
<b>III. TÉMA POD LUPOU: MĚNOVÁ POLITIKA CENTRÁLNÍCH BANK V REAKCI NA EPIDEMII KORONAVIRU</b>	<b>8</b>
<b>IV. VYBRANÝ PROJEV: STEPHEN S. POLOZ: POUČNÉ MOMENTY Z PANDEMIE</b>	<b>13</b>

## I. POSLEDNÍ VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK

### I.1 KLÍČOVÉ CENTRÁLNÍ BANKY EUROATLANTICKÉHO PROSTORU

	<b>eurozóna (ECB)</b>	<b>USA (Fed)</b>	<b>Velká Británie (BoE)</b>
<b>inflační cíl</b>	<2 % <sup>1</sup>	2 % <sup>2</sup>	2 %
<b>MP zasedání (změny sazeb)</b>	30. dubna (0,0);(0,0) <sup>3</sup> 4. června (0,0);(0,0) <sup>3</sup>	15. března (-1,00) M <sup>8</sup> 28. – 29. dubna (0,00)	19 března (-0,15) M <sup>8</sup> 26. března (0,00) 7. května (0,00)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	0,00 %; -0,50 % <sup>3</sup>	0 – 0,25 % <sup>4</sup>	0,1 %
<b>poslední inflace</b>	0,1 % (květen 2020) <sup>5</sup>	0,3 % (duben 2020)	0,8 % (duben 2020)
<b>očekávaná MP zasedání</b>	16. července 10. září	9. – 10. června <sup>6</sup> 28. – 29. července 15. – 16. září	18. června 6. srpna 17. září
<b>další očekávané události</b>	10. září zveřejnění prognózy	pol. července 2020 zveřejnění Monetary Policy Report	6. srpna zveřejnění Monetary Policy Report
<b>očekávaný vývoj sazeb<sup>7</sup></b>	→	→	→

Poznámka: <sup>1</sup> definice cenové stability dle ECB „pod, ale blízko 2%“; <sup>2</sup> definice cíle pro inflaci z ledna 2012; <sup>3</sup> depozitní sazba; <sup>4</sup> v grafu je zobrazena horní hranice pásma; <sup>5</sup> tzv. Flash odhad; <sup>6</sup> zasedání spojeno se souhrnem ekonomických prognóz FOMC; <sup>7</sup> směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán ze šetření Consensus Forecasts; <sup>8</sup> mimořádné zasedání.



**ECB** ponechala úrokové sazby beze změny a na této (či nižší hodnotě) je ponechá, dokud se inflace přesvědčivě nedostane na úroveň dostatečně blízkou 2 %, ale pod touto hodnotou. Také přijala řadu opatření, která by měla přinést dodatečný měnověpolitický stimul v reakci na ekonomické dopady pandemie. Provádí dlouhodobé refinanční operace (LTRO) a zavedla nové dlouhodobé nouzové pandemické refinanční operace PELTRO za sazbu -0,25 %, aby poskytla likviditní podporu finančnímu systému eurozóny. Zvýhodnila podmínky při poskytování TLTRO III (50 b. b. pod depozitní sazbu, tj. -1 %), a zřídila nouzový program nákupu aktiv PEPP v objemu 750 mld. EUR, který v červnu navýšila na 1350 mld. EUR; čisté nákupy budou probíhat minimálně do konce června 2021. Pokračovat ve stávajícím objemu budou i čisté nákupy aktiv (APP). Reálný HDP v 1. čtvrtletí klesal tempem 3,8 %. ECB odhaduje letos pokles HDP o 8,7 %, v roce 2021 růst 5,2 % a v 2022 3,3 %. Inflaci letos očekává na 0,3 %, v 2021 na 0,8 %, v roce 2022 na 1,3 %.

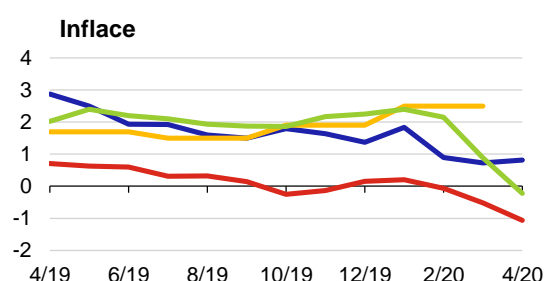
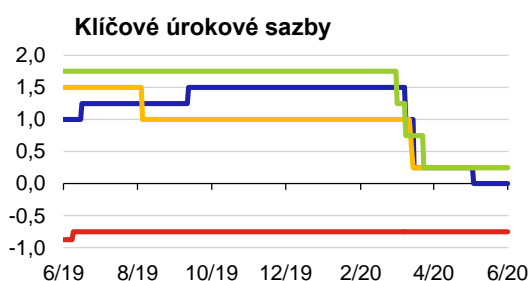
**Fed** na mimořádném zasedání 15. března snížil svou klíčovou úrokovou sazbu (Fed funds) o 1 p. b. na úroveň 0–0,25 % a navýšil nákupy dluhopisů o 700 mld. USD nad původní objem; limit později zrušil. Zároveň obnovil program nákupů krátkodobých obchodních CP a představil řadu facilit na podporu finančních trhů a na podporu úvěrování SME a municipalit. Veškeré programy míří na uvolnění finančních podmínek, dodávání likvidity specifickým segmentům a pomoc s financováním ekonomiky. Fed potvrdil odhodlání bojovat proti ekonomickým dopadům koronaviru rozsáhlým instrumentáři. FOMC očekává, že nastavení základních sazeb setrvá na stávajících úrovních až do doby, kdy nabude přesvědčení, že ekonomika je na cestě k dosažení cílů maximální zaměstnanosti a cenové stability. Zápis z dubnového zasedání poukázal na velmi pesimistický výhled FOMC ve střednědobém horizontu. Některými členy byla zmíněna myšlenka zastropování výnosů státních dluhopisů.

**BoE** na mimořádném zasedání 19. března snížila hlavní úrokovou sazbu o 0,15 p. b. na 0,1 %. Zavedla program financování pro malé a střední podniky (TFSME), ve kterém si v následujících 12 měsících mohou SME půjčovat finanční prostředky od komerčních bank za sazbu blízko klíčové úrokové sazbě se splatností až 4 roky. Dále rozhodla o zvýšení objemu nákupů vládních a firemních dluhopisů v programu APF o 200 mld. GBP na 645 mld. GBP a spustila novou tříměsíční dodávací repo facilitu (Contingent Term Repo Facility). HDP se v 1. čtvrtletí tohoto roku mezičtvrtletně snížil o 2 %, výrazný propad HDP BoE očekává ve 2. čtvrtletí, a to kolem 25 %. Současně odhaduje, že míra nezaměstnanosti vzroste z 4,6 % v 1. čtvrtletí na 9 % ve 2. čtvrtletí.

## I.2 VYBRANÉ ZEMĚ MIMO EU S REŽIMEM CÍLOVÁNÍ INFLACE

	<b>Norsko (NB)</b>	<b>Švýcarsko (SNB)</b>	<b>Nový Zéland (RBNZ)</b>	<b>Kanada (BoC)</b>
<b>inflační cíl</b>	2 %	0–2 %	2 %	2 %
<b>MP zasedání (změny sazeb)</b>	12. března (-0,50) M <sup>2</sup> 19. března (-0,75) 7. května (-0,25)	19. března (0,00)	16. března (-0,75) M <sup>2</sup> 13. května (0,00)	13. března (-0,50) M <sup>2</sup> 27. března (-0,50) M <sup>2</sup> 15. dubna (0,00) 3. června (0,00)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	0 %	-0,75 %	0,25 %	0,25 %
<b>poslední inflace</b>	0,8 % (duben 2020)	-1,1 % (duben 2020)	2,5 % (1. Q 2020)	-0,2 % (duben 2020)
<b>očekávaná MP zasedání</b>	18. června	18. června	24. června 12. srpna	15. července 9. září
<b>další očekávané události</b>	18. 6. zveřejnění Monetary Policy Report	18. 6. Zveřejnění Quarterly Bulletin	12. 8. zveřejnění Monetary Policy Statement	15. 7. zveřejnění Monetary Policy Report
<b>očekávaný vývoj sazeb<sup>2</sup></b>	→	→	→	→

Poznámka: <sup>1</sup> směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán z šetření Consensus Forecasts, v případě Nového Zélandu ze šetření RBNZ; <sup>2</sup> mimořádné zasedání.



**NB** razantně snížila svou základní úrokovou sazbu na nulovou úroveň a předpokládá, že ji na této hodnotě bude držet delší dobu; neočekává už její další snížení do záporných hodnot. NB poskytuje bankám dodatečnou likviditu formou tzv. F-loans v NOK i v USD se splatností od 1 týdne do 12 měsíců v neomezených objemech; úvěry v NOK bude nabízet do konce srpna tohoto roku. Pro zachování úvěruschopnosti finančního sektoru také v březnu snížila proticyklickou kapitálovou rezervu z 2,5 % na 1 %.

**SNB** ponechala svou klíčovou úrokovou sazbu (SNB policy rate) beze změny na úrovni -0,75 %. Zvýšila objem zůstatků bank, na který nejsou uplatňovány záporné sazby, a zavedla novou SNB COVID-19 refinanční facilitu k poskytování dodatečné likvidity bankovnímu systému; v květnu pro tuto facilitu rozšířila kolaterál. Již v březnu rozhodla o okamžitém snížení proticyklické kapitálové rezervy na 0 %. Růst HDP za rok 2019 dosáhl 0,9 %. Březnová prognóza SNB předpokládala inflaci v roce 2021 na úrovni 0,3 %, v roce 2022 na 0,7 %. Výhled růstu HDP podle SNB je pro tento rok záporný, novou plnohodnotnou prognózu lze očekávat 18. června. HDP v prvním čtvrtletí mezičtvrtletně poklesl o 2,6 %, což je nejhlubší propad od roku 1980.

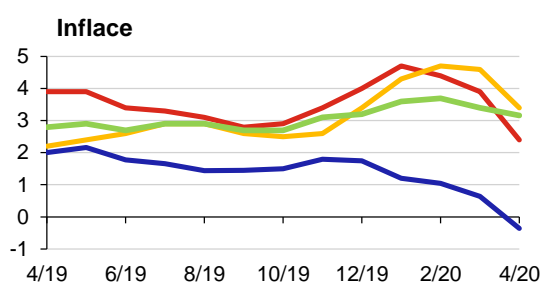
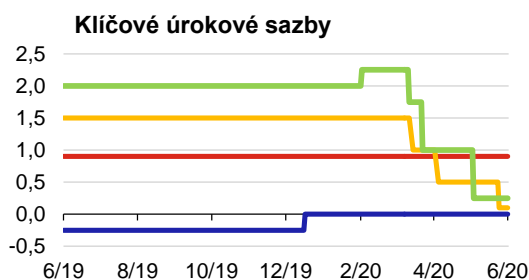
**RBNZ** v březnu snížila svou hlavní úrokovou sazbu o 0,75 p. b. na 0,25 % a oznámila, že na této úrovni ji ponechá minimálně 1 rok. Dále zavedla další mimořádná opatření, již v březnu znovu zprovoznila TAF facilitu, nabízející bankám zajištěné úvěry o délce až 12M, a zřídila novou dlouhodobou TLF facilitu poskytující až tříleté úvěry na podporu vládního programu na úvěrování drobných podniků. Zavedla nové zajištěné týdenní operace určené k poskytování likvidity podnikové sféře a v květnu dále rozšířila program nákupu vládních dluhopisů a dluhopisů lokálních vlád. Prognóza RBNZ pracuje se třemi scénáři podle délky zmrazení ekonomiky a rychlosti jejího zotavení ([zde](#)).

**BoC** dvakrát snížila svou klíčovou sazbu o 0,5 p. b. na úroveň 0,25 %. Také ona zavedla další podpůrná opatření, rozšířila program nákupů vládních dluhopisů, zahájila nákup krátkodobých cenných papírů a nakupuje i firemní dluhopisy. Rozšířila také termínové repo operace spolu s možností šířeji definovaného kolaterálu. Rovněž dodává dlouhodobou a dodatečnou likviditu (v programech CTRF a SLTF). Se zlepšením podmínek na trhu krátkodobého financování BoC v červnu snížila frekvenci vyhledávaných termínových repo operací. Kanadský HDP meziročně poklesl v prvním čtvrtletí o 0,9 %, mezičtvrtletně o 2,1 %. BoC očekává mezičtvrtletní pokles ekonomické aktivity ve druhém čtvrtletí o 10–20 % (z 15–30 % očekávaných v březnu).

## I.3 VYBRANÉ CENTRÁLNÍ BANKY ZEMÍ EU CÍLUJÍCÍ INFLACI

	<b>Švédsko (Riksbank)</b>	<b>Maďarsko (MNB)</b>	<b>Polsko (NBP)</b>	<b>ČNB</b>
<b>inflační cíl</b>	2 % <sup>1</sup>	3 %	2,5 %	2 %
<b>MP zasedání (změny sazeb)</b>	18. března (0,00) M <sup>5</sup> 27. dubna (0,00)	24. března (0,00) 28. dubna (0,00) 26. května (0,00)	17. března (-0,50) M <sup>5</sup> 8. dubna (-0,5) 6. května (0,00) 28. května (-0,40) M <sup>5</sup>	16. března (-0,50) M <sup>5</sup> 26. března (-0,75) 7. května (-0,75)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	0 %; -0,1 % <sup>2</sup>	0,9 %; -0,05 % <sup>2</sup>	0,10 %	0,25 %
<b>poslední inflace</b>	-0,4 % (duben 2020)	2,4 % (duben 2020)	3,4 % (duben 2020)	3,2 % (duben 2020)
<b>očekávaná MP zasedání</b>	30. června	23. června 21. července 25. srpna	16. června 8. července 18. srpna	24. června 6. srpna <sup>3</sup>
<b>další očekávané události</b>	1. července zveřejnění Monetary Policy Report	25. června zveřejnění Inflation Report	pol. července zveřejnění Inflation Report	7. srpna zveřejnění Zprávy o inflaci
<b>očekávaný vývoj sazeb<sup>4</sup></b>	→	→	→	→

Poznámka: <sup>1</sup> inflační cíl je vyjádřen prostřednictvím CPIF – indexu spotřebitelských cen zahrnující fixní úrokovou sazbu; <sup>2</sup> depozitní sazba; <sup>3</sup> zveřejnění nové prognózy; <sup>4</sup> směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán ze šetření Consensus Forecasts; <sup>5</sup> mimořádné zasedání.



**Riksbank** ponechala základní úrokovou sazbu beze změny na úrovni 0 %, přičemž depozitní sazba je mírně záporná na úrovni -0,1 % a zřídila několik programů na podporu ekonomiky. Nakupuje vládní, kryté a firemní dluhopisy a dluhopisy municipalit. Dále umožňuje bankám snazší přístup k likviditě a firmám skrze banky snazší přístup k úvěrům: nabídla bankám neomezenou likviditu v podobě 3M repo operací za sazbu 0,2 %. Banky si mohou proti kolaterálu půjčovat finanční prostředky v neomezeném objemu za sazbu 0,2 %. Současně snížila O/N zápůjční sazbu také na 0,2 %. Prognóza z dubna pracuje se dvěma scénáři, které se liší průběhem pandemie a délkou karanténních omezení. Výhled inflace (CPIF) pro tento rok činí pro oba scénáře 0,6 %, pro následující rok je na úrovni 1,5 %, resp. 1,3 %. Výhled růstu HDP pro tento rok je -6,9 %, resp. -9,7 %, a pro rok 2021 činí 4,6 %, resp. 1,7 %.

**MNB** ponechala svou hlavní úrokovou sazbu na úrovni 0,9 % a depozitní sazbu na úrovni -0,05 %. Zavedla širokou škálu nekonvenčních opatření na uvolnění finančních podmínek a podporu likvidity ekonomických subjektů. V rámci schématu Funding for Growth zřídila program FGS Go! na další podporu úvěrování SME, zavedla dlouhodobé zajištěné úvěrové facility úročené fixní úrokovou sazbou, bankám zrušila povinnost držet minimální rezervy, umožnila otevřeným podílovým fondům využívat úvěrovou facilitu od centrální banky a nakupuje vládní a hypoteční dluhopisy. Maďarská ekonomika si v prvním čtvrtletí udržela ekonomický růst ve výši 2,2 % meziročně. Inflaci MNB očekává ukotvenou poblíž 3 % cíle.

**NBP** snížila úrokovou sazbu celkem třikrát na současných 0,1 %. Na březnovém zasedání rozhodla o zahájení nákupu vládních dluhopisů a vládou garantovaných dluhových cenných papírů, zavedení repo operací pro poskytování likvidity a zahájení programu, jehož prostřednictvím lze refinancovat úvěry poskytnuté firmám. NBP mimořádně zasedala v květnu a plánované červnové zasedání, kdy bude mít k dispozici novou prognózu, se uskuteční o 14 dní později, tj. po uzávěrce tohoto čísla. Polský HDP vzrostl v 1. čtvrtletí meziročně o 2 %, nicméně na mimořádném zasedání byly sazby sníženy pro výrazné zhoršení výhledu a předstihovými ukazateli signalizovaný výrazný propad ekonomické výkonnosti.

**ČNB** snížila svou základní úrokovou sazbu třikrát celkem o 2 p. b. na 0,25 %. Preventivně zvýšila frekvenci (na 3x týdně) měnových operací k dodávání likvidity bankám a rozšířila přijímaný kolaterál v dodávacích operacích o hypoteční zástavní listy a rozšířila protistrany i o nebankovní finanční instituce. Snížila proticyklickou kapitálovou rezervu z 1,75 % na 1 %, zmírnila doporučený limit LTV z 80 % na 90 %, rozvolnila DSTI z 45 na 50 % a zrušila limit DTI. Reálný HDP v 1. čtvrtletí 2020 meziročně poklesl o 2 %. Za celý rok ČNB očekává propad HDP o 8 %. Současně ČNB očekává rychlý pokles inflace do tolerančního pásma a v roce 2021 inflaci poblíž cíle.



## II. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI POSLEDNÍCH TŘÍ MĚSÍCŮ

Vzhledem k množství opatření, které v uplynulých měsících centrální banky zaváděly na obranu proti dopadům pandemie koronaviru, přinášíme v tomto vydání jejich podrobný soupis v Tématu pod lupou a nikoli v této části.

### ECB prodloužila revizi své měnové politiky

Vzhledem ke koronavirové krizi ECB [odložila](#) o šest měsíců veřejné akce v rámci revize své měnové politiky. Ukončení revize je nyní očekáváno v polovině roku 2021.

### Německý ústavní soud napadl program nákupu aktiv ECB

Německý ústavní soud vydal [rozsudek](#), ve kterém označuje program nákupů aktiv ze strany ECB (PSPP) za narušení principu proporcionality a možné překročení mandátu ECB. Soud je přesvědčen, že ECB se buď přiblížila, anebo už překročila hranici poskytování zakázaného měnového financování vlád členských států, a nesouhlasí tak s výrokem Evropského ústavního dvora z prosince 2018, podle kterého je PSPP v souladu s mandátem ECB. Důsledkem rozhodnutí je, že ECB má během 3 měsíců prokázat „nezbytnost“ těchto nákupů k dosažení inflačního cíle a po tuto dobu se německá Bundesbank nesmí programu PSPP účastnit. ECB reagovala [tiskovou zprávou](#), že Rada guvernérů bere rozsudek na vědomí, a že zůstává plně odhodlána činit v rámci svého mandátu vše nezbytné k dosažení cíle ECB stanoveného ve statutu, tedy k udržování cenové stability.

### Riksbank varuje, že některé navrhované změny zákona oslabí její nezávislost

[Generální rada](#) švédské Riksbank i její [výkonná rada](#) se vyjádřily k návrhu změn zákona o švédské centrální bance, kterou koncem roku 2019 předložila komise švédského parlamentu (viz [prosincový MCB](#)). S většinou navržených změn souhlasí, ale obává se oslabení nezávislosti a omezení akceschopnosti banky. Kriticky se k některým bodům návrhu [vyjádřila](#) také ECB.

### Riksbank odložila publikování nové referenční sazby

Vzhledem ke koronavirové krizi Riksbank [odložila](#) testovací období i finální publikování nové jednodenní referenční sazby, kterou oznámila loni v září (viz [prosincový MCB](#)).

### Tiff Macklem jmenován guvernérem kanadské centrální banky

Bývalý viceguvernér kanadské centrální banky Tiff Macklem [stane](#) od 3. června na sedm let v jejím čele. Na pozici guvernéra BoC nahradí Stephena S. Poloze, jehož mandát končí 2. června.

### Novela zákona o ČNB rozšířila její možnosti obchodovat na finančních trzích

Poslanecká sněmovna [schválila](#) v dubnu tzv. "malou" novelu zákona o ČNB, která umožňuje bance obchodovat na finančním trhu bez omezení z hlediska možných instrumentů (včetně přijímaného kolaterálu), doby jejich splatnosti i protistran. Rozšíření nástrojů a protistran bylo schváleno pouze do konce roku 2021. Cílem je, aby ČNB mohla v případě nutnosti vstoupit na finanční trhy a udržet tak stabilitu domácího finančního sektoru i v případě, že by některé finanční instituce měly v důsledku ekonomických dopadů koronavirové krize nedostatek likvidity.

### III. TÉMA POD LUPOU: MĚNOVÁ POLITIKA CENTRÁLNÍCH BANK V REAKCI NA EPIDEMII KORONAVIRU

*Globální ekonomika čelí v současné době bezprecedentnímu negativnímu ekonomickému šoku vyvolanému epidemií koronaviru. Důsledkem tohoto šoku je pokles hospodářské výkonnosti, růst nezaměstnanosti a pokles inflace v jednotlivých zemích. Ekonomický propad bude hluboký, ekonomiky se však začínají po úvodním zmrazení postupně rozbíhat a je třeba, aby do té doby přežilo co nejvíce dlouhodobě životaschopných firem. Centrální banky se svými opatřeními snaží dopad pandemie na ekonomiku zmírnit a přispět k jejímu co nejrychlejšímu zotavení po uvolnění karanténních restrikcí. Přehled opatření v oblasti měnové politiky a jejich rozdělení podle základní funkce přináší aktuální Téma pod lupou.*

Od počátku letošního roku čelí globální ekonomika náhlému a neobvyklému negativnímu ekonomickému šoku. V reakci na globálně se šířící a vysoce nakažlivý virus SARS-CoV-2 totiž jednotlivé státy přistoupily k drastickým opatřením ke zvládnutí pandemie, která zahrnovala uzavření hranic, částečné či úplné omezení pohybu obyvatel a v souvislosti s tím i pozastavení činnosti mnoha firem a sektorů ekonomiky. Bez těchto razantních vládních zásahů by pandemie mohla způsobit kolaps zdravotnictví jednotlivých států, kdyby množství těžkých případů nemoci COVID-19 přesáhlo kapacity zdravotnických zařízení.

Striktní vládní opatření však tvrdě dopadla na hospodářství jednotlivých zemí. Téměř zmrazila ekonomickou aktivitu v mnoha odvětvích služeb, jako je cestovní ruch, letecká doprava, hotely nebo restaurace, přerušila či značně narušila dodavatelské řetězce v mnoha odvětvích průmyslu, čímž se řada firem dostala na pokraj bankrotu. Prudce vzrostla nezaměstnanost.

Na tento silný ekonomický šok velmi promptně reagovaly vlády a centrální banky jednotlivých zemí. Vzhledem k charakteru současné krize dopadající zejména na firmy a domácnosti (na rozdíl od krize roku 2008, která dopadla v první řadě na finanční sektor), bylo primárním úkolem zajistit těmto skupinám dostatečnou likviditu pro překlenutí období se sníženými (nebo zcela chybějícími) příjmy a umožnit tak přežít maximálnímu počtu dlouhodobě životaschopných podniků do doby, dokud se nenormalizuje ekonomické prostředí. Na finančních trzích, které jsou nezbytným předpokladem hladké transmise měnové politiky, stoupla averze k riziku a zvýšila se volatilita.

Fiskální opatření vlád jednotlivých zemí byla rychlá a poměrně rozsáhlá, zahrnující například zavádění tzv. kurzarbeitu, tedy pomoci s financováním mzdových nákladů v situaci snížené produktivity s cílem předejít propouštění, dále poskytování daňových úlev a také zvýšení veřejných výdajů na zdravotní péči. V mnoha případech, zejména v opatřeních na podporu úvěrování malých a středních podniků a přebíráních úvěrových záruk, postupovaly vlády a centrální banky koordinovaně, vlády například přebíraly část záruk za úvěry firmám, na které centrální banky poskytovaly komerčním bankám výhodně úročené prostředky.

Kroky centrálních bank se od počátku zaměřovaly zejména na uvolňování měnové politiky, na zajištění normálního fungování finančních trhů a na zmíněné zachování přístupu k potřebnému financování firem a domácností. Kromě těchto měnověpolitických opatření centrální banky zároveň prováděly i opatření v oblastech makrobezpečnostní politiky (například snižování kapitálových rezerv) a regulace a dohledu (například opatření v oblasti kvality aktiv a NPL, požadavků na kapitál a likviditu bank a podobně). Tento článek se přitom zabývá výhradně opatřeními v oblasti měnové politiky.

Již samotné vyhlášení krizových programů centrálními bankami podstatným způsobem přispělo k uklidnění finančních trhů. Subjekty na jednotlivých trzích totiž vyhlášením opatření získaly jistotu, že v případě potřeby na trh vstoupí centrální banka jako masivní hráč. Proto ke stabilizaci trhů často došlo ještě před samotným využitím záchranných opatření. Příkladem může být americký Fed, z jehož více než deseti programů zřízených během března a dubna bylo do poloviny května využito méně než 4 %, přesto však došlo k uklidnění investorů. Lze tak konstatovat, že i slovní intervence jsou záchranným opatřením, které – v případě dostatečné kredibility centrální banky – fungují.

#### Opatření měnové politiky

Opatření v oblasti měnové politiky zaváděná či upravovaná centrálními bankami pro potřeby řešení krize se svými specifiky a velikostí v jednotlivých zemích lišila v závislosti na finančním systému a struktuře ekonomiky dané země. Nicméně lze je v zásadě rozdělit do několika skupin, a to na standardní měnověpolitická opatření, opatření ke snížení volatility finančních trhů a zajištění jejich hladkého fungování jako zdroje likvidity a opatření k zajištění dostupnosti likvidity pro firmy a domácnosti.



Kromě toho některé centrální banky v řešení akutní krize prováděly i intervence na devizových trzích (například norská NB) nebo zaváděly jiná opatření, specifická pro danou zemi (například britská BoE dočasně rozšířila vládní tzv. „Ways and Means“ účet, který by umožnil přímé financování britské vlády v případě její akutní neschopnosti uspokojit své potřeby na finančním trhu).

Na měnověpolitických zasedáních bank či v odborných kruzích byla diskutována i možná další opatření, například využití některých prvků cílování cenové hladiny nebo možnost přímého „rozdávání peněz obyvatelům“ (tzv. helicopter drop of money), nicméně k jejich uplatnění (zatím) nedošlo.

## Přehled měnověpolitických opatření centrálních bank zavedených v reakci na epidemii koronaviru

### 1. Standardní opatření k uvolnění měnové politiky

#### a) snížení měnověpolitických úrokových sazeb

Sazby snížila většina námi sledovaných centrálních bank, kromě ECB, švýcarské SNB a maďarské MNB, jejichž depozitní sazby se již delší dobu nacházejí v záporném teritoriu.

V reakci na koronavirovou krizi bylo diskutováno i využití **záporných úrokových sazeb**, k jejich zavedení však (zatím) nedošlo. Norská **NB** po květnovém snížení sazeb na nulovou úroveň oznámila, že neočekává jejich další snížení, a její guvernér se proti použití záporných sazeb [vymezil](#); švédská **Riksbank** po zkušenosti se zápornými sazbami v letech 2015 až 2019 oznámila, že sazby zůstanou na nulové úrovni delší dobu a její guvernér [prohlásil](#), že snížení sazeb není nejlepší odpovědí na koronavirovou krizi. Počátkem května odmítli použití negativních sazeb guvernéři amerického **Fedu** i britské **BoE**, nicméně Bank of England ve druhé polovině května [připustila](#), že jejich využití zvažuje.

#### b) signalizace měnové politiky (forward guidance)

Forward guidance (někdy nazývaná také signalizace měnové politiky) je standardně využívána centrálními bankami v režimu cílování inflace, a její využití pokračuje i nadále. Nicméně se objevují diskuze o její možné větší důraznosti, například v americkém **Fedu**: podle zápisu z dubnového jednání FOMC [byla diskutována](#) možnost explicitnější specifikace, v níž by budoucí vývoj sazeb byl podmíněn konkrétním vývojem ekonomických veličin (inflace či nezaměstnanosti); tak by mohlo být zajištěno větší ukotvení očekávání trhů.

### 2. Intervence na devizových trzích

K intervencím na devizových trzích přistoupily některé centrální banky k zamezení přílišné volatility devizového kurzu domácí měny. Příkladem může být norská **NB**, která v polovině března oznámila, že vzhledem k rekordnímu oslabení NOK intervence zvažuje, a v průběhu března pak nakoupila norské koruny v objemu 3,5 mld. NOK. Švýcarská **SNB** oznámila posílení intervencí nutných k zmírnění tlaku na posilování švýcarského franku. K intervencím přistoupily i další banky, například chorvatská centrální banka **CNB**.

### 3. Opatření k uklidnění situace na finančních trzích a zajištění jejich hladkého fungování, potřebnému k bezproblémovému zajištění financování ekonomických subjektů a k efektivní transmisí měnové politiky

#### a) opatření na peněžním trhu

Na obranu před zamrznutím trhů s krátkodobými aktivy vyjádřily centrální banky ochotu nakupovat na daných trzích finanční aktiva, což zabrání poklesu cen aktiv a ve výsledku zajistí volný pohyb likvidity a její dostatečnou nabídku pro subjekty, které na těchto trzích operují. Peněžní trhy v některých zemích představují důležitý zdroj krátkodobého financování pro firmy nebo například pro municipality.

Příkladem jsou facility zřízené americkým **Fedem**, například facilitita pro primární dealery (PDCF), facilitita pro trh s obchodními cennými papíry (CPFF), facilitita pro fondy peněžního trhu (MMLF) a facilitita pro nákup krátkodobých poukázek municipalit (MLF). Také kanadská **BoC** vytvořila facility na podporu krátkodobého financování, a to novou facilititu BAPF (Bankers' Acceptance Purchase Facility) na podporu trhu s bankovními akceptacemi, klíčového pro financování firem, zahájila program PMMP (Provincial Money Market Purchase program) k nákupu provinciálních krátkodobých cenných papírů a spustila program CPPP (Commercial Paper Purchase Program) k nákupu obchodních cenných papírů.

**b) poskytování dostatečné a dostupné likvidity pro banky**

Pro případ zvýšené nejistoty na finančních trzích centrální banky zřídily nebo rozšířily existující facility, poskytující bankám neustálý přístup ke krátkodobé likviditě za příznivých podmínek. Mezi takové programy patří nabídka krátkodobých či dlouhodobých úvěrů nebo rozšířená nabídka repo operací, a také uvolnění kolaterálu pro tyto operace. Příkladem jsou například programy LTRO a později také PELTRO ze strany **ECB**, rozšíření diskontních úvěrů amerického **Fedu** (tzv. discount window), tzv. Contingent Term Repo Facility (CTRF) britské **BoE**, rozšíření termínových repo operací a jejich kolaterálu a tzv. Standing Term Liquidity Facility (STLF) ze strany kanadské **BoC**, F-loans ze strany norské **NB**, tzv. SNB COVID-19 refinancing facility (CRF) ze strany švýcarské **SNB**, znovuzprovoznění dlouhodobé záůjční facility TAF (Term Auction Facility) ze strany novozélandské **RBNZ**, nabídka nových dlouhodobých zajištěných úvěrů ze strany **MNB** nebo nabídka dodávacích repo operací **ČNB**.

Mnohé centrální banky začaly k zajištění dostupné cizoměnové likvidity nabízet bankám úvěry v cizí měně, například norská **NB** pravidelně vypisuje aukce F-loans nejen v NOK, ale také v USD. Většina centrálních bank pro zajištění dostatku dolarové likvidity také posílila nebo zřídila měnové swapové linky s americkým Fedem (z námi sledovaných centrálních bank to je ECB, BoE, BoC, SNB, dále RBNZ, NB a Riksbank). Koncem března pak americký Fed zřídil tzv. FIMA repo facility, která zahraničním centrálním bankám umožnila další přístup k dolarové likviditě. ECB také reaktivovala či zřídila swapové linky v EUR pro dánskou, chorvatskou a bulharskou centrální banku.

**c) nákupy státních a firemních dluhopisů**

K uklidnění situace na kapitálových trzích a poskytování dostatečné likvidity bankám vstoupila většina bank na dluhopisové trhy a oznámila zahájení nákupu vládních a většinou také firemních dluhopisů, případně dluhopisů jiných subjektů. Nákupy dluhopisů zároveň snižovaly rizikovou prémii a působily na pokles sazeb podél celé výnosové křivky, což umožnilo i snazší financování vlád a firem.

Program nákupu vládních a firemních dluhopisů rozšířily či zahájily například americký **Fed**, který navýšil program nákupů vládních dluhopisů a MBS o 700 mld. USD (a poté množstevní omezení zcela zrušil) a zřídil facility na nákup firemních dluhopisů (PMCCF a SMCCF), **ECB** navýšila čisté nákupy aktiv (APP) o 120 mld. EUR a pro nákup vládních a firemních dluhopisů spustila tzv. PEPP program (Pandemic Emergency Purchase Programme) v původním objemu 750 mld. EUR, který poté navýšila o dalších 600 mld. EUR. Britská **BoE** navýšila program nákupů vládních a firemních dluhopisů APF (Asset Purchase Facility) o 200 mld. GBP a zřídila program nákupu firemních dluhopisů CCFF (Covid Corporate Financing Facility), kanadská **BoC** zřídila programy nákupů vládních (GBPP), hypotečních (CMBP), provinčních (PBPP) a firemních (CBPP) dluhopisů. Novozélandská **RBNZ** zřídila pro nákup vládních dluhopisů programy LSAP a LGFA (pro regionální vlády), švédská **Riksbank** rozšířila nákup vládních dluhopisů a zřídila programy pro nákup firemních, krytých a municipálních dluhopisů. Zahájení nákupů vládních dluhopisů také oznámila maďarská **MNB** nebo polská **NBP**.

Australská **RBA** pak nákupem vládních dluhopisů cílovala jejich výnos (tzv. **YCC**, yield curve control), konkrétně cílovala výnos tříletého vládního dluhopisu; tříletý horizont byl zvolen proto, že takto dlouhé sazby ovlivňují většinu sazeb v ekonomice. Podle dubnového zápisu [byla možnost YCC diskutována](#) také americkým **Fedem**, kde členové FOMC vnímali možnost budoucího využití nákupu vládních dluhopisů k udržení jejich nízkých výnosů.

**4. Opatření na podporu úvěrování firem a domácností (Funding for lending)**

Vzhledem k charakteru současné krize se poskytování dostatečné likvidity pro firmy a domácnosti stalo jedním z ústředních úkolů vlád i centrálních bank, které často postupovaly společně a jejich programy se doplňovaly. Příkladem takové spolupráce byla vládní finanční podpora poskytovaná prostřednictvím komerčních bank v programech, jejichž fungování bylo umožněno centrální bankou, případně vláda poskytovala částečné záruky za úvěry, poskytované přes opatření centrální banky. Zacílení podpory na úvěrování firem a domácností bylo uskutečňováno přes programy úvěrů bankám s podmínkou dalšího úvěrování, případně dalšími pobídkami, například nízkými sazbami, uvolněním standardů pro kolaterál nebo vyšším úročením rezerv zúčastněných bank.

K programům na podporu poskytování úvěrů upraveným pro potřeby koronavirové krize patří například rozšířený program **ECB** TLTRO III, u kterého banka snížila sazby a uvolnila podmínky pro kolaterál, a dále pobízela banky k vyššímu úvěrování formou nabídky dalšího snížení sazeb (dokonce nabídkou poskytování úvěrů až za zápornou sazbu -1 %). Americký **Fed** zřídil na podporu úvěrování SME program Main Street

Lending v objemu až 600 mld. USD, dále facilitu PPPLF, která bankám poskytne úvěry zajištěné nově poskytnutými úvěry SME v rámci vládního programu Small Business Administration's Paycheck Protection Program (PPP), a zřídil facilitu TALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facility), která bankám poskytne úvěry zajištěné cennými papíry krytými aktivy (ABS) ve formě nově poskytnutých malých půjček. Britská **BoE** vyhlásila na podporu úvěrování program TFSME (Term Funding Scheme), který bankám poskytne úvěry za sazbu blízkou klíčové úrokové sazbě s pobídkami na poskytování úvěrů SME k financování vládního programu úvěrů (BBLs). Švédská **Riksbank** bankám poskytuje úvěry za referenční sazbu (tedy 0 %) za podmínky úvěrování podniků operujících ve Švédsku v celkovém objemu až 500 mld. SEK. Polská **NBP** zřídila program Bill Discount Credit, jehož prostřednictvím bude odkupovat (diskontovat) směnky, které banky získají jako zajištění úvěrů poskytnutých nefinančním podnikům, a tak de facto bankám refinancovat tyto úvěry. Maďarská **MNB** v rámci stávajícího Funding for Growth (FGS) schématu rozhodla o spuštění nového programu FGS Go!, čímž celkový objem dostupných prostředků na podporu SME zvýšila o 1 bn. HUF na celkových 1,5 bn. HUF. Novozélandská **RBNZ** zavedla novou dlouhodobou facilitu TLF (Term Lending Facility), nabízející úvěry na podporu vládního programu (BFGS) na úvěrování drobných podniků.

Tabulka na konci tohoto článku podává přehled rozšířených a nově zavedených opatření v námi sledovaných centrálních bankách, rozdělených podle výše naznačených skupin.

### Závěr

Centrální banky si uvědomují, že jejich kroky nedokáží zabránit hospodářskému a cenovému poklesu vyvolanému nastalým bezprecedentním šokem, nicméně jejich snahou je zmírnit dopad pandemie na ekonomiku a přispět k jejímu co nejrychlejšímu zotavení poté, co budou uvolněna karanténní omezení. Přijatá opatření centrálních bank budou podle jejich vyjádření pouze dočasná a budou postupně ukončována, jakmile se bude ekonomika navracet k normálnímu fungování.

**Tabulka: Přehled opatření měnové politiky sledovaných centrálních bank v reakci na epidemii koronaviru**

	změna sazeb [aktuální úroveň]	opatření na peněžním trhu	poskytování likvidity bankám	nákupy dluhopisů	programy podpory úvěrování	další opatření	informace centrální banky
<b>ECB</b>	→ (12.3.) → (30.4.) [0 % repo -0,5 % depo]		LTRO* PELTRO zvýšení frekvence 7D USD repo	APP* PEPP	TLTRO III*		<a href="#">web</a>
<b>Fed</b>	↓ 0,5 p. b. (3.3.) ↓ 1 p. b. (15.3.) → (28./29.4.) [0–0,25 %]	CPFF PDCF MMLF MLF	discount window*	vládní a MBS* PMCCF a SMCCF	TALF Main Street Lending PPPLF	USD swapové linky* FIMA repo	<a href="#">web</a>
<b>Bank of England</b>	↓ 0,5 p. b. (10.3.) ↓ 0,15 p. b. (19.3.) → (26.3.) → (7.5.) [0,1 %]		CTRF	APF* CCFF	TFSME	Ways and Means účet*	<a href="#">web</a>
<b>Norges Bank</b>	↓ 0,5 p. b. (12.3.) ↓ 0,75 p. b. (19.3.) ↓ 0,25 p. b. (7.5.) [0 %]		F-loans (NOK i USD)			FX interence	<a href="#">web</a>
<b>SNB</b>	→ (19.3.) [-0,75 %]		CRF			zvýšila objem zůstatků bank, na který nejsou uplatňovány záporné sazby	<a href="#">web</a>

<b>RBNZ</b>	↓ 0,75 p. b. (16.3.) → (13.5.) [0,25 %]		TAF*	LSAP LGFA	TLF		<a href="#">web</a>
<b>Bank of Canada</b>	↓ 0,5 p. b. (4.3.) ↓ 0,5 p. b. (13.3.) ↓ 0,5 p. b. (27.3.) → (15.4.) [0,25 %]	BAPF PMMP CPPP	termínové repo* STLF	GBPP CMBP PBPP CBPP			<a href="#">web</a>
<b>Riksbank</b>	→ (18.3.), → (27.4.) [0 %, -0,1 % depo]		3M repo USD úvěry	vládní* firemní kryté municipalit	program půjček podnikům		<a href="#">web</a>
<b>MNB</b>	→ (24.3.), → (7.4.), → (28.4.), → (26.5.) [0,9 % -0,05 % depo]		dlouhodobé zajištěné úvěry	vládní hypoteční BFGS*	FGS* FGS Go!		<a href="#">web</a>
<b>NBP</b>	↓ 0,5 p. b. (17.3.) ↓ 0,5 p. b. (8.4.) ↓ 0,4 p. b. (28.5.) [0,1 %]		repo	vládní	Bill Discount Credit		<a href="#">web</a>
<b>ČNB</b>	↓ 0,5 p. b. (16.3.) ↓ 0,75 p. b. (26.3.) ↓ 0,75 p. b. (7.5.) [0,25 %]		dodávací repo*				<a href="#">web</a>

Poznámka: \* Již existující programy, jejichž podmínky byly upraveny během koronavirové krize.

Zdroj: Webové stránky centrálních bank.

## IV. VYBRANÝ PROJEV: Stephen S. Poloz: Poučné momenty z pandemie

*Děni kolem současné koronavirové krize z pohledu Bank of Canada (BoC) popsal na konci dubna její končící guvernér Stephen S. Poloz ve svém [projevu](#) na půdě Ivey Business School v Ontariu. Připojil rovněž ponaučení, která si z této krize jako centrální bankéř a jako manažer odnáší.*

Epizoda COVID-19 zastihla kanadskou ekonomiku v dobré kondici. Stejně jako pro zdravého jedince pro ni tedy dle guvernéra Poloze platí, že má větší šanci se z této nemoci vzpamatovat. Nicméně je třeba si uvědomit, že globální šoky zasahují kanadskou ekonomiku vždy dvakrát – kromě samotného šoku přichází ještě negativní dopad poklesu cen komodit. To se ukázalo i na začátku tohoto roku, kdy si pokles cen ropy vyžádal uvolnění měnové politiky už v době, kdy se onemocnění COVID-19 Kanady ještě příliš netýkalo. Až poté přišlo několik rušných týdnů, během nichž BoC v reakci na přicházející šoky dále snížila měnověpolitické sazby na hodnotu 0,25 % (kterou považuje za efektivní dolní hranici sazeb) a zavedla řadu opatření na podporu likvidity. Jejich cílem bylo zajistit hladké fungování finančních trhů, které je nutnou podmínkou pro úspěšnou měnovou politiku. Ta sice nepomůže stimulovat ekonomický růst hned, ale dává základ pro následné oživení.

Vzhledem k okolnostem učinila BoC kontroverzní rozhodnutí nezveřejňovat v dubnové Zprávě o měnové politice číselnou prognózu, protože ji vnímala jako falešnou přesnost. Bankéři BoC zároveň nechtěli soutěžit o to, kdo předpoví větší pokles ekonomické aktivity. Dle Poloze není ani přínosné srovnávat aktuální propad s minulými recesemi, neboť jde o události s velmi rozdílnými dopady. Recese a deprese jsou podle něj dynamickými fenomény zahrnujícími pokles poptávky, propouštění, či pokles důvěry. Jinými slovy jde o negativní dynamiku, která si vyžaduje čas na uzdravení. Poloz však nevidí důvod předpokládat, že takováto dynamika nyní nastane. Jádrem politické reakce na aktuální šoky je totiž historicky největší expanze fiskální podpory, která by měla položit základy pro obnovení ekonomiky a důvěry. Tato opatření jsou navržena jako elastická, aby jejich výše odpovídala velikosti šoku (což také znesnadňuje tvorbu prognózy ekonomické aktivity) a přispívají k zachování vztahů mezi zaměstnanci a zaměstnavateli, čímž napomohou rychlému obratu ekonomické aktivity po odeznění omezujících opatření. V tom spočívá zásadní rozdíl oproti světové hospodářské krizi, na kterou tvůrci hospodářské politiky nedokázali adekvátně reagovat a ochrannými opatřeními situaci dokonce ještě zhoršili. Současná situace se tak spíše než ekonomické recesi podobá přírodní pohromě. Hospodářské zotavení po přírodních katastrofách je přitom obvykle poměrně rychlé a robustní.

Místo nové prognózy vypracovali odborníci z BoC řadu rozličných scénářů ilustrujících vzájemné souvislosti, přičemž dále rozvinuli dva krajní z nich: scénář nejlepšího a nejhoršího pravděpodobného vývoje. Následný vývoj ukázal, že protiepidemiologická opatření zafungovala, lidé se začínají navracet do práce a situace se blíží pozitivnímu scénáři. K nástupu ekonomického oživení je však zapotřebí výrazný příspěvek měnové politiky, pro jejíž účinnost bylo nutné zlepšit fungování finančního trhu. Dalším problémem bylo to, že nyní tak potřebná fiskální politika klade požadavky na trh státních dluhopisů a přináší riziko dalšího napětí na trhu. Snížení měnověpolitických sazeb k jejich efektivní dolní hranici tedy BoC doprovodila programem rozsáhlých nákupů aktiv. Někteří komentátoři tyto nákupy přirovnávají k tištění peněz vedoucími k růstu inflace. Podle Poloze se však jedná o odpověď na deflační šok pomocí inflační politiky. Ekonomika nyní nefunguje normálně a toto opatření na ni nepůsobí proinflačně, nýbrž stabilizačně. Na rozdíl od tištění peněz navíc nenarůstá bilance centrální banky trvale. BoC si nicméně dobře uvědomuje, že s příchodem oživení bude potřeba dobře zvážit deflační a inflační tlaky tak, aby nedošlo k přehřátí ekonomiky spojenému s nadměrným růstem inflace. Nyní je však třeba reagovat na dezinflační rizika spojená s výrazným poklesem ekonomiky, k čemuž Poloz používá příměr: „hasiče ještě nikdo nekritizoval za použití příliš velkého množství vody“. Základem činnosti BoC ale nadále zůstává inflační cílování, které ukotvuje očekávání a sděluje, že centrální banka usiluje o stabilizaci ekonomiky. BoC přitom nezapomíná ani na finanční zranitelnost, větší váhu však bude těmto rizikům přikládat až poté, co bude mít jistotu, že bude splněn její hlavní cíl.

Závěrem guvernér Poloz shrnul zkušenosti, které si z událostí posledních týdnů odnáší jako centrální bankéř a jako manažer. Lekci pro centrální bankéře shrnul do čtyř bodů:

1. Používejte scénáře, ale zaměřte se na příběh, který představují. Při extrémní nejistotě se vyhněte číslům, protože mohou utvářet řadu možností, kterým bude těžké rozumět.
2. Ujistěte se, že všichni rozumějí vašim cílům. Vše, co děláte, musí mít jasný záměr a být součástí uceleného rámce.
3. Krizové podmínky si žádají různé, i přehnaně velké reakce, neboť pro zotavení je klíčové udržet si důvěru. Úspěch gradualismu je nepravděpodobný.
4. Koordinovaná politická opatření jsou silnější než samostatná, ať už je tato koordinace vnitrostátní nebo mezinárodní.

Mezi manažerskými poučeními uvedl zejména význam využívání zkušeností z minulosti, důležitost odolného pracovního týmu, investic do technologií a udržování kontaktů se zaměstnanci, neboť i nadále musí pokračovat běžný život.

Vydává:  
ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA  
Na Příkopě 28  
115 03 Praha 1  
Česká republika

Kontakt:  
ODBOR KOMUNIKACE SEKCE KANCELÁŘ  
Tel.: 224 413 112  
Fax: 224 412 179  
[www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)